

# 出口の迷路

## 金融政策を問う ②

**日** 銀の異次元緩和の限界は明らかだ。既に日銀は昨年9月下旬、異次元緩和を軌道修正している。短期金利でマイナス金利政策を維持しながら、長期金利を0%に誘導する新しい金融政策の枠組みの導入を決定した。この新たな枠組みは「量」重視から「金利」重視への政策転換を意味する。

そして今、日銀はひそかに異次元緩和を縮小する「ステルス・テーパリング」を進めている。にもかかわらず、長期金利が0・05%程度にとどまっているのは、市場はそれを「付度」しているためであるという見方もあるが、本当にそれだけの影響だろうか。

そもそも、日銀が「ステルス・テーパリング」を進めているといっても、これまでネットドで年間約80兆円（日銀が新たに買い入れる額から償還額を差し引いた、保有残高の増加額）のスピードで日銀が長期国債を買い取っていたものを、いまも年間約50兆円増のスピ

ードで買い取る程度に減速しているだけで、日銀のバランスシートは膨張を続けている。その結果、現時点（2017年8月10日）の日銀のバランスシートは約500兆円、日銀が保有する国債は約430兆円にも達し、市場に一定の警戒感が広がっている。

バランスシートの縮小には、日銀が年間にネットで買い取る長期国債の量を、財政赤字（新規国債発行）の約30兆円未満まで縮小する必要がある。財政赤字の約30兆円を超えて買い取る場合、民間が保有する国債を日銀が吸収し、日銀のバランスシートの膨張は続くため、理論的に異次元緩和は手仕舞いできない。

現在、日銀は買い取る長期国債をネットドで年間約50兆円に縮小しているが、財政赤字の約30兆円を下回っておらず、民間が保有する長期国債の量は減少している。

### 年間30兆円を切れば金利上昇

このように考えるならば、いま日銀が「ステルス・テーパリング」を実行しているにもかかわらず、長期金利が低い水準に抑制できているという事実は、いわゆる「ストック・ビュー」が妥当な証拠と思われる。

ストック・ビューとは、量的緩和が長期金

利に及ぼす影響は、中央銀行が保有する長期国債の量（ストック）に依存するという見方である。すなわち、中央銀行以外の民間部門が保有する国債の量が減少していけば、国債に超過需要が発生し、長期金利には下落圧力がかかるという考えが背後にある。

これに対し、中央銀行が行う日々のオペ量（フロー）である長期国債の買い取り量や売却量が長期金利に影響を与えるという見方を「フロー・ビュー」という。

「ストック・ビュー」が妥当な場合、「ステルス・テーパリング」で長期金利に上昇圧力がかかり始めるのは、日銀がネットドで買い取る長期国債が年間で財政赤字（約30兆円）を下回ったときとなる。

しかも、この問題がさらに複雑になるのは、アメリカの連邦準備理事会（FRB）が保有資産の縮小に着手することを決め、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁も今年の秋ごろに量的緩和の縮小を議論すると明言しているという事実である。

マネーが世界を駆け巡るグローバル経済の下では、国外の金利水準と比較して、国内の金利のみを低い水準に抑制するのは極めて難しい。世界的な大規模緩和は転換点を迎えており、アメリカなどの長期金利が上昇している。日本の長期金利にも上昇圧力がかかる。

にもかかわらず、日本の長期金利のみを無理に低い水準に抑制しようとするれば、アメリカ等との金利ギャップが拡大し、高い利回りを求めてマネーが国外に流出するため、円安が進行するだろう。そして、円安は最終的に輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上

# 出口のためにも財政再建すべき

日銀が国債買い入れを縮小すれば、いずれ長期金利が上昇し、国債利払い費が膨れ上がる。インフレでは財政再建は出来ない。

おぐろ かずまさ  
小黒 正（法政大学教授）

**補正待**



おぐろ・かずまさ／1974年生まれ。97年京都大学理学部卒業、大蔵省入省。2005年財務省財務総合政策研究所主任研究官。10年一橋大学経済研究所准教授などを経て現職。経済学博士（一橋大学）。著書に『預金封鎖に備えよ——マイナス金利の先にある危機』など。



総選挙に打って出た安倍晋三首相（左）は、消費増税分を財政再建から教育に振り向ける方針。一方、希望の党の小池百合子党首（右）は消費税増税凍結を打ち出した。

**補正待**

げ、結局のところ、それは名目の長期金利に上昇圧力をもたらす。すなわち、いずれのシナリオでも、長期金利は徐々に上昇していく。そのとき、巨額な債務を抱える日本財政は、債務の利払い費が増加する。現在の対GDP（国内総生産）国債残高は約200%である。債務が約1000兆円もあるもの、国債金利の加重平均が約1%であるから、国債の利払費は約10兆円で済んでいるが、金利が3〜4%に上昇しただけで30〜40兆円に増加する。つまり、国債利払費は3〜4倍に膨らむ。このようなリスクに対応するには、できる限り早急に財政再建を進め、財政赤字を縮小していく必要がある。それが、「ステレス・テーパーリング」の先にある金融政策の出口を強化することにもつながる。

この点で参考となるのは、内閣府が今年7月下旬の経済財政諮問会議において公表した「中長期の経済財政に関する試算」の最新版であろう。同試算では、2019年10月に消費税率を10%に引き上げ、「経済再生ケース」と呼ばれる非現実的な高成長を実現しても、20年度の国・地方を合わせた基礎的財政収支（税収等から国債費以外の政策経費を除いたもの）の赤字幅は8・2兆円になる。むしろ、現実な成長を想定する「ベースラインケース」では、20年度の国と地方を合わせた基礎的財政収支の赤字幅は10・7兆円と予測しており、これは消費税4%分に相当する。

現下の厳しい財政の姿をみる限り、社会保障の抜本改革を行いながら、19年10月に予定する消費税率の引き上げは必ず実行するのが望ましい。もともと安倍晋三首相は今回の総

選挙で、消費増税の増収分を教育や子育て支援に充てる方針を打ち出したが、19年夏には参議院選挙もあることから、増税判断は別の話となるはずだ。もし2%の増税が一度に難しい場合は、18年度以降、4年連続で1%ずつ増税してはどうか。

**インフレは税収伸びず歳出拡大**

なお、正攻法の財政再建を行わずとも、高インフレを実現すれば財政は再建できるという主張もあるが、それは誤りだ。高インフレが財政に及ぼす影響を考察するサンプル事例としては、1974年の「狂乱物価」も参考となる。政府は、狂乱物価を抑制するため、公共事業の抑制や公定歩合の引き上げを含む「総需要抑制政策」を実施し、インフレは沈静化した。74年の経済成長率は戦後初めてのマイナスを記録した。

では、狂乱物価で財政はどのような影響を受けたか。この影響は、73年度と75年度の予算（国の一般会計）の比較で把握できる表。まず、CPI（消費者物価）は72年から74年で約38%も上昇したが、税収は73年度から75年

**1970年代の狂乱物価時の国家予算の姿**

	1973年度	75年度	伸び率(%)
歳出合計(当初予算)(億円)	14兆2840	21兆2888	49
うち社会保障関係費(億円)	2兆1145	3兆9269	86
税収(決算)(億円)	13兆3656	13兆7527	3
基礎的財政収支(億円)	-1兆813	-4兆1781	286
基礎的財政収支(対GDP)(%)	-0.9	-2.7	
国債利払費(億円)	4422	7800	76
国債残高(対GDP)(%)	6.5	9.8	
CPI(消費者物価)上昇率	(1974年/1972年)		38

(出所)財務省・内閣府資料

度で約3%しか伸びていない。一方で、歳出のうち公共事業費は名目で前年同額に抑制したものの、社会保障関係費が約86%も伸び、歳出合計(国の一般会計当初予算)は約49%という形で、物価上昇を上回って伸びてしまった。その結果、73年度から75年度で、国の一般会計における基礎的財政収支の赤字(対GDP)は0・9%から2・7%に悪化し、国債残高(対GDP)は6・5%から9・8%に上昇してしまう事態を招いた。また、この間、国債利払費は76%増加したが、その程度で済んだのは、当時の国債残高(対GDP)が6・5%であったからである。すなわち、「打ち出の小槌」は存在せず、痛みを伴わずに財政再建できるという、「魔法」の理説論は無い。

インフレで利払い費が増加するリスクを回避しつつ、「ステレス・テーパーリング」の先にある金融政策の出口を強化し、日銀のバランスシートを縮小するためには、財政再建を進め、新規国債発行量を縮小することが重要である。それが進捗すれば、日銀が買い取る長期国債の量が減少していても、長期金利の上昇圧力を抑制できるはずである。

異次元緩和の限界が明らかになりつつある中、さまざまにスクや欧米の動きも念頭に、金融政策の仕舞いの準備に向けて、財政再建を進めることが望まれる。

